



# L'incidence de l'activisme actionnarial sur les mécanismes de gouvernance : le cas français

Carine Girard

## ► To cite this version:

Carine Girard. L'incidence de l'activisme actionnarial sur les mécanismes de gouvernance : le cas français. Finance Contrôle Stratégie, 2004, 7 (3), pp.91-116. hal-00765244

**HAL Id: hal-00765244**

**<https://hal.science/hal-00765244>**

Submitted on 22 Aug 2013

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

# L'INCIDENCE DE L'ACTIVISME ACTIONNNARIAL SUR LES MECANISMES DE GOUVERNANCE : LE CAS FRANCAIS

## THE IMPACT OF SHAREHOLDER ACTIVISM ON CORPORATE GOVERNANCE: THE FRENCH CASE

Carine GIRARD\*  
Enseignant – Chercheur

AUDENCIA NANTES – Ecole de management  
8, route de la Jonelière  
BP 31 222  
44 312 NANTES Cedex 3  
E-mail : cgirard@audencia.com

Classification JEL : G320, G340, K220

---

### Résumé :

Afin d'apporter un nouvel éclairage aux études antérieures sur l'absence de réaction boursière à l'annonce publique d'un activisme actionnnarial, cet article cherche à déterminer les aménagements organisationnels entrepris pour réduire la visibilité de la cause actionnnariale. A partir d'un échantillon de 59 sociétés cotées sujettes au mécontentement d'actionnaires minoritaires de janvier 1989 à décembre 2000, nous cherchons à mesurer les effets de cette dissidence sur les mécanismes de gouvernance en fonction du degré d'influence exercé par la minorité d'actionnaires.

**Mots clefs :** Gouvernement des entreprises, activisme actionnnarial, bataille de procurations.

---

### *Abstract :*

Prior researches show that the absence of market reaction at public announcement of shareholder activism is largely attributable to a weak visibility of conflict. That's the reason why we tried to determine changes in corporate governance. From a sample of 59 listed companies with dissident shareholders between January 89 and December 2000, we tried to measure the effects of shareholder activism on corporate governance according to the degree of influence of minority shareholders.

**Key words :** Corporate governance, shareholder activism, proxy contests.

---

---

\* L'auteur remercie les deux rapporteurs pour leurs commentaires et leurs suggestions.

Dans un climat de déprime boursière, de suspicion à l'égard de l'information financière divulguée et de pratiques comptables adoptées par les sociétés françaises cotées, les actionnaires minoritaires s'organisent pour tenter d'influer positivement sur la valeur de leurs titres. Quel que soit leur statut (salariés, financiers, institutionnels ou individuels), ils agissent soit individuellement soit collectivement dans le but de mettre en œuvre un processus de contestation long et complexe formé par un ensemble d'activités d'influence. Désigné d'« *activism* » par les chercheurs *anglo-saxons*, ce processus prend des formes variées d'expression des actionnaires minoritaires. Lors des assemblées générales, des actions collectives dénommées « batailles de procurations » (« *proxy fights* » ou « *proxy contests* ») se traduisent par un ensemble d'activités de sollicitation de votes exercées par différents groupes de pression. Utilisées par les actionnaires institutionnels *anglo-saxons*, ces activités combinées à d'autres activités d'influence (publication d'une liste noire d'entreprises les moins performantes, réunion informelle avec la direction,...) seront qualifiées d'activisme institutionnel. Tenant compte du cadre institutionnel français, on constate que l'activisme actionnarial s'exprime essentiellement par des activités judiciaires accompagnées ou non de batailles de procurations dont la réussite dépend de la présence d'associations d'actionnaires ou d'investisseurs. Dès lors, initié par ces associations, cet activisme sera désigné d'« associatif ».

Depuis le début de l'année 2002, cet activisme s'est amplifié. Non seulement, de nouvelles associations d'investisseurs telles que l'APPAC (Association des Petits Porteurs ACTifs créée en mars 2002) ont été créées, mais, d'anciennes associations tombées en désuétude, comme SOS Petits Porteurs, ont également été réactivées. Toutefois, si cette pression latente et temporaire des actionnaires minoritaires contribue à faire évoluer le droit de la minorité, quel est son impact sur le système de gouvernement des entreprises visées ? Face à des actionnaires minoritaires scandalisés et spoliés, comment réagissent ces sociétés ?

De nombreuses études empiriques ont analysé les effets de l'activisme actionnarial sur le gouvernement des entreprises américaines. Inscrit à l'intérieur du cadre théorique de la gouvernance, l'activisme actionnarial est alors analysé comme un mécanisme alternatif de contrôle dont la finalité est de réduire les pertes liées soit au comportement déviant du dirigeant soit à la spoliation des bénéfices privés par les actionnaires dominants. Cette fonction disciplinaire s'accompagne d'une gestion des relations actionnaires minoritaires, actionnaires dominants et dirigeants. Elle se traduit notamment par un aménagement des systèmes de contrôle et d'incitation. Black (1998) montre en effet que l'activisme actionnarial s'accompagne d'une modification de la composition du conseil d'administration, de la création de comités alternatifs de contrôle et d'une séparation des fonctions de Président et de Directeur Général. Néanmoins, ces résultats varient en fonction du motif et du contexte de la contestation (Wahal, 1996 ; Mulherin et Poulsen, 1998). Ainsi, les effets de l'activisme actionnarial restent encore mal connus. Comme le souligne Black (1998), ce processus de contestation s'accompagne d'un impact indirect sur les processus décisionnels de chaque partie prenante de la société qui peut expliquer l'absence de réaction du marché financier à l'annonce publique de sa mise en place. Dès lors, peut-on expliquer le manque de visibilité de la cause actionnariale par la mise en place ou le renforcement d'une politique de gestion des actionnaires ?

Cet article a pour objectif d'identifier les mécanismes de contrôle que le dirigeant ou les actionnaires dominants<sup>1</sup> sont susceptibles de neutraliser ou d'instaurer dans le but de gérer leurs relations avec un actionnariat actif. Après une relecture de l'activisme actionnarial (1), nous présenterons l'échantillon et la méthodologie utilisée (2). La dernière section sera consacrée à la présentation et à l'analyse des résultats (3).

---

<sup>1</sup> Afin d'intégrer dans notre analyse tous les cas de conflits d'intérêts avec des actionnaires minoritaires, nous distinguerons dans la suite de notre développement deux coalitions : une coalition minoritaire dissidente et une coalition de contrôle. Composée du dirigeant uni aux autres parties prenantes de l'organisation, actionnaires ou non, cette dernière maîtrise les différentes étapes décisionnelles, allant du pilotage des décisions énoncées à leur vérification.

## 1. Une relecture de l'activisme actionnarial

Selon les différentes approches de la gouvernance, les effets de l'activisme actionnarial sur le gouvernement des entreprises visées sont variés.

D'après l'approche financière, la coalition de contrôle d'une entreprise peut entreprendre des mesures d'enracinement lui permettant de neutraliser les mécanismes de contrôle. Ainsi, certains dirigeants ont centré leur communication sur la prospective afin de passer sous silence des résultats actuels peu glorieux. Cette stratégie de communication inintelligible, peu sincère et, parfois, tardive augmente l'asymétrie informationnelle à destination des actionnaires. De surcroît, l'adoption de mesures anti-OPA (attribution d'actions sans droit de vote et à droits de vote double, limitation de droits de vote, création d'un holding) neutralise, non seulement, les activités de prise de parole des actionnaires minoritaires, mais aussi, leurs activités de retrait. Dénonçant ces pratiques d'expropriation des actionnaires minoritaires, ceux-ci agissent individuellement ou collectivement pour défendre leurs intérêts. Dans ce contexte, l'activisme actionnarial est alors analysé comme un mécanisme alternatif de contrôle qui a pour finalité d'améliorer la richesse des actionnaires (Strickland *et al.*, 1996).

De ce fait, la mise en place de ce processus contraint la coalition de contrôle à mettre en oeuvre des aménagements organisationnels (Smith, 1996). Aussi, de manière curative, la présence d'un actionnariat actif peut, non seulement, inciter la coalition de contrôle à supprimer ces clauses anti-OPA, à nommer des administrateurs indépendants, à séparer les fonctions de Président et de Directeur Général, à améliorer sa politique de communication et de distribution de dividendes, mais aussi, à créer des comités spécialisés éclairant le conseil d'administration sur des sujets sensibles. Parmi ceux-ci, on trouve plus fréquemment le comité stratégique, le comité d'audit, le comité des rémunérations ou encore le comité d'actionnaires. Ces arrangements sont alors à l'origine de nouvelles situations d'équilibre organisationnel (efficience au troisième degré).

En d'autres termes, l'activisme actionnarial serait un mécanisme alternatif de contrôle qui contraint la coalition de contrôle à améliorer les mécanismes de gouvernement des entreprises. Traditionnellement, on distingue les mécanismes de contrôle externe et interne. Ainsi, la révocation du dirigeant aurait pour finalité de réanimer le marché des dirigeants. En revanche, la séparation des fonctions de président et de directeur général, la mise en place de comités spécialisés (comité de rémunération, d'actionnaires, d'audit,...) et l'intensification de la politique de communication à l'égard des actionnaires amélioreraient le contrôle interne. D'où les hypothèses suivantes :

**Hypothèse H1 :** La révocation du dirigeant est plus fréquente dans les sociétés visées par des actionnaires minoritaires mécontents que dans les sociétés n'ayant jamais subi leur fronde.

**Hypothèse H2 :** Dans une plus large proportion que les sociétés n'ayant jamais fait l'objet de la dissidence d'une minorité, les sociétés visées par une coalition d'actionnaires mécontents adoptent la structure juridique duale, conseil de surveillance et directoire<sup>2</sup>.

**Hypothèse H3 :** Dans une plus large proportion que les sociétés n'ayant jamais subi la fronde d'actionnaires minoritaires, les sociétés visées par une coalition dissidente créent un ou plusieurs comités spécialisés.

**Hypothèse H4 :** L'intensification de la politique de communication à l'égard des actionnaires est plus élevée dans les sociétés visées par des actionnaires minoritaires mécontents que dans les sociétés n'ayant jamais fait l'objet d'un activisme actionnarial.

Toutefois, la problématique de l'activisme actionnarial est très différente selon le contexte. Dans un environnement légal mouvant, caractérisé par le renforcement de la protection juridique des actionnaires minoritaires, le droit d'action reconnu à la minorité lui a permis d'obtenir une réévaluation du prix offert lors d'une offre publique, une indemnisation

---

<sup>2</sup> En France, les sociétés doivent choisir entre la formule à organe unique, celui du conseil d'administration, et celle avec directoire et conseil de surveillance. Ce dernier choix entraîne la séparation de droit entre les fonctions de dirigeant et de président du conseil d'administration.

du préjudice subi et, dans certains cas, des garanties de sortie<sup>3</sup>. En revanche, ces opérations sont coûteuses pour les entreprises concernées. En effet, l'activisme actionnarial peut inciter les sociétés visées à se retirer de la cote, les privant de ce fait des possibilités de financement offertes par le marché (Charreaux, 1997).

Selon l'approche partenariale de la gouvernance, la satisfaction des intérêts d'actionnaires actifs peut également se faire au détriment des autres parties prenantes de l'organisation. Dans ce cadre, le groupe contrôlant aura tendance à privilégier une stratégie de neutralisation des mécanismes de contrôle interne et externe. En réduisant notamment les risques d'éviction du dirigeant, l'enracinement l'incite à accroître son investissement en capital humain dans l'intérêt de l'entreprise (Charreaux, 2002). Cependant, cette politique de neutralisation des mécanismes est complexe en raison du choix et de l'imbrication des différents systèmes de contrôle. Par exemple, si la coalition de contrôle cherche à mener une stratégie de neutralisation du marché des prises de contrôle, on devrait observer une adoption plus élevée de nouvelles mesures de défense anti-OPA accompagnée ou non d'un renforcement de la participation financière détenue par la coalition de contrôle. Cette gestion de l'actionnariat combinée à une politique de communication plus active aura pour double conséquence d'assouplir, non seulement, le contrôle exercé par le marché financier, mais aussi, celui des médias. D'où les hypothèses suivantes :

**Hypothèse H5 :** Les mesures anti-OPA sont adoptées dans une plus large proportion dans les sociétés visées par des actionnaires minoritaires mécontents que dans les sociétés n'ayant jamais subi leur fronde.

**Hypothèse H6 :** La variation de la participation financière détenue par la coalition de contrôle est plus élevée dans les entreprises visées par des actionnaires minoritaires mécontents que dans les sociétés n'ayant jamais fait l'objet d'un activisme actionnarial.

---

<sup>3</sup> A titre d'illustration, les actionnaires minoritaires de la Financière Rosario ont obtenu une prime de sortie avec deux possibilités : la première leur offrait une cession immédiate de leurs actions pour un prix réévalué tandis que la seconde leur permettait de recevoir un bon de cession négociable pouvant être exercé du 15 au 31 janvier 1996 afin de céder leurs actions au prix de l'Offre Publique d'Achat.

**Hypothèse H7 :** L'intensification des interviews donnés à la presse financière est plus élevée dans les sociétés visées par des actionnaires minoritaires mécontents que dans les sociétés n'ayant jamais fait l'objet d'un activisme actionnarial.

**Hypothèse H8 :** L'intensification des communiqués de presse à l'égard des actionnaires est plus élevée dans les sociétés visées par des actionnaires minoritaires mécontents que dans les sociétés n'ayant jamais fait l'objet d'un activisme actionnarial.

De surcroît, une modification de la composition de l'actionnariat peut être entreprise dans le but de se séparer d'actionnaires gênants. Par exemple, pour réduire leur dépendance vis-à-vis des actionnaires institutionnels étrangers (Simon et *al.*, 2002), habitués à certains standards d'information comptable et de contrôle de l'entreprise (Lev, 1992), les sociétés cherchent à attirer et à fidéliser les actionnaires passifs. Parmi ceux-ci, on trouve les actionnaires-salariés, mais aussi, les actionnaires financiers et institutionnels français. En effet, de par leur faible participation dans la société dans laquelle ils ont investi et de leur statut de salarié, les actionnaires-salariés restent affiliés à la direction. De même, les OPCVM (Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières) ont tendance à ne pas voter aux assemblées générales, car, jusqu'à la loi de sécurité financière adoptée le 17 juillet 2003, aucune obligation ne pesait sur eux. De plus, du fait, non seulement, de leurs relations commerciales (gestion des fonds de retrait des employés de la firme, activités de conseils, prêts commerciaux) avec l'entreprise, mais aussi, de leur statut particulier d'actionnaire et de partenaire des firmes clientes, les intermédiaires financiers s'alignent sur les propositions de la coalition de contrôle. Ainsi, pour accroître sa latitude, la coalition de contrôle mène une politique de gestion de son actionnariat qui vise à élargir la participation financière des actionnaires passifs et parallèlement à organiser le retrait des actionnaires actifs. D'où les hypothèses suivantes :



**Hypothèse H9 :** La variation de la participation financière détenue par les actionnaires institutionnels étrangers est moins élevée dans les entreprises visées par des actionnaires minoritaires mécontents que dans les sociétés n'ayant jamais subi leur fronde.

**Hypothèse H10 :** La variation de la participation financière détenue par les actionnaires institutionnels et financiers français est plus élevée dans les entreprises visées par des actionnaires minoritaires mécontents que dans les sociétés n'ayant jamais subi leur fronde.

**Hypothèse H11 :** La variation de la participation financière détenue par les actionnaires salariés est plus élevée dans les entreprises visées par des actionnaires minoritaires mécontents que dans les sociétés n'ayant jamais subi leur fronde.

En outre, il est possible qu'une coalition de contrôle proactive mette en œuvre les arrangements organisationnels énoncés ci-dessus avant l'annonce publique d'un activisme actionnarial. L'objectif recherché est alors de se prémunir contre d'éventuelles actions répressives en évitant, par exemple, qu'une marge législative ne vienne réduire l'espace discrétionnaire des dirigeants (Thiery-Dubuisson, 2000).

Selon l'approche cognitive de la gouvernance, cette réactivité de la coalition de contrôle dépend de sa capacité à identifier le risque d'activisme actionnarial et à mettre en œuvre des mesures adaptatives. Cette capacité d'adaptation se traduit notamment par la formalisation d'un certain nombre d'engagements empreints d'équité qui ont pour fonction de gérer l'opinion publique ainsi que ses effets sur l'image de marque de la société et sur la réputation de la direction (Mercier, 2001). L'institutionnalisation d'un « programme de relations investisseurs » (Useem et Gager, 1996) peut avoir la même finalité. Ayant pris connaissance de la publicité négative de certaines batailles de procurations sur l'image de l'entreprise, mais également, sur la réputation des administrateurs (Grundfest, 1993), la coalition de contrôle peut entreprendre d'adopter d'autres mécanismes de gouvernance (Van Nuys, 1993), afin de gérer son image.

Enfin, il est important de souligner que, selon l'environnement institutionnel, les capacités évolutives et créatrices de la coalition de contrôle sont variées. L'apparition d'activités de restructuration d'entreprise, de performances boursières médiocres ou de batailles de procurations influencent cette dernière. Mulherin et Poulsen (1998) montrent que la révocation du dirigeant dépend de l'apparition d'activités de restructuration dans les entreprises visées par la dissidence des minoritaires. Ainsi, il semble que la stratégie de gestion de l'actionnariat mise en place par la coalition de contrôle dépende du type de sociétés visées. Wahal (1996) distingue deux types de sociétés concernées par le mécontentement des actionnaires minoritaires. Les sociétés visées pour performance sont des entreprises qui présentent des performances insatisfaisantes. L'objectif des actionnaires minoritaires est alors de tenter d'influer sur la valeur de leurs titres financiers lors d'opérations de restructuration ou lorsque la société présente des performances médiocres. Dans ce type de sociétés, la coalition minoritaire détient une option qu'elle exerce pour révoquer le dirigeant en cas de mauvaises performances financières (Hancock, 1992). Dans les sociétés visées pour *proxy*, les actionnaires minoritaires cherchent, soit à faire adopter ou à annuler une résolution proposée à l'assemblée générale, soit à obtenir le contrôle minoritaire ou majoritaire de la société par la nomination d'un ou plusieurs administrateurs. D'autres facteurs peuvent influencer les actions de la coalition de contrôle. Selon une étude menée sur des entreprises françaises (Girard, 2001), plus une minorité dissidente utilisera la voie contentieuse en faisant appel à une association, plus la probabilité de succès de l'activisme sera forte. On peut, dès lors, se demander si la nature de l'activisme (activisme associatif et/ou judiciaire) influence les actions entreprises par le groupe contrôlant ?

## **2. L'échantillon et la méthodologie**

Le test de ces hypothèses nécessite la définition des variables caractérisant les différentes stratégies mentionnées ainsi que les dates retenues pour mesurer le temps de réaction d'une coalition de contrôle face à l'apparition d'un activisme actionnarial. Après avoir présenté l'échantillon de sociétés sujettes aux mécontentements des actionnaires (2. 1.), nous exposerons ces indicateurs ainsi que la méthodologie retenue (2. 2.).

## **2. 1. La population étudiée**

Notre échantillon d'entreprises visées par des actionnaires minoritaires a été constitué à partir d'articles issus de la presse financière *La Tribune* et *Les Echos* de janvier 1989 à décembre 2000. Ainsi, nous avons pu recenser 59 sociétés cotées dans lesquelles des conflits d'intérêts avec un ou plusieurs actionnaires minoritaires existaient. De 1992 à 1995, l'activisme actionnarial a été intense (*cf.* tableau 1). Au cours de cette période de récession économique, plus de la moitié des sociétés françaises de notre échantillon a fait l'objet d'un conflit d'intérêts avec un ou plusieurs actionnaires minoritaires. Ces sources de conflits sont variées. Reprenant la typologie de Wahal (1996), on constate que, dans moins de deux tiers des sociétés concernées, leurs performances financières médiocres sont critiquées par une minorité dissidente. Alors que dans les autres sociétés visées pour *proxy*, les actionnaires mécontents tentent d'influer sur les décisions du groupe contrôlant, soit en présentant la candidature d'un administrateur représentant leurs intérêts, soit en critiquant les résolutions (*proxy proposals*) proposées lors des assemblées générales. Contrairement au modèle américain, les associations d'actionnaires ou d'investisseurs jouent un rôle pivot dans le succès de l'activisme des actionnaires (Girard, 2001). Dans 42,4 % des dossiers, les actionnaires minoritaires font appel à ces associations. Qualifiée d'activisme associatif, cette forme d'expression collective présente l'intérêt de résoudre le problème de « passager clandestin ». En effet, ces associations offrent, d'une part, leurs compétences judiciaires et,

d'autre part, leur capacité médiatique pour exercer une pression sur la direction. Ainsi, le succès de cette dissidence est fonction du degré d'influence exercé par la coalition minoritaire. Plus cette dernière mène des activités judiciaires ponctuées de batailles de procurations, plus forte sera sa probabilité de succès. A ce sujet, soulignons que dans 55,9 % des sociétés de notre échantillon un actionnaire ou un groupe d'actionnaires forme un recours judiciaire. Toutefois, cet activisme judiciaire évolue en fonction des arguties juridiques et des évolutions législatives. En effet, la Loi du 15 mai 2001 portant sur les Nouvelles Régulations Economiques ainsi que la Loi de sécurité financière adoptée le 17 juillet 2003 ont modifié les conditions de fonds et de forme de l'action en justice des actionnaires minoritaires. Premièrement, en abaissant les seuils de participation au capital nécessaires pour poser des questions écrites aux assemblées générales, la Loi NRE a favorisé le développement des batailles de procurations. Deuxièmement, la loi de sécurité financière prévoit d'assouplir les conditions d'exercice d'action des associations d'investisseurs<sup>4</sup>. Mais parallèlement, elle refuse de reconnaître la possibilité d'action en responsabilité sur le mode des actions collectives américaines dénommées « *class actions* »<sup>5</sup>. Jugées très efficaces, on constate qu'actuellement certaines associations françaises d'investisseurs se joignent à ces « *class actions* » menées contre des sociétés françaises cotées sur plusieurs places financières<sup>6</sup>. Toutefois, en France, seule une faculté d'action en réparation des préjudices subis collectivement est accordée aux associations d'investisseurs. Or, sur le plan des actions en responsabilité, on constate que les actionnaires se heurtent à l'état actuel du droit positif et des décisions jurisprudentielles relatives à l'existence d'un préjudice distinct du préjudice social. Pour palier la difficulté d'apporter la preuve d'une action en responsabilité, ces associations ont tendance à se professionnaliser en privilégiant soit la procédure pénale soit la procédure civile. Par conséquent, notre échantillon ne tient pas compte des cas conflictuels apparus au-

---

<sup>4</sup> Article 126 de la loi de sécurité financière modifiant l'art. L. 452-1 du Code monétaire et financier.

<sup>5</sup> Article 80bis de la loi de sécurité financière modifiant l'art. L. 225-252 du Code de commerce.

<sup>6</sup> Alors que l'assemblée générale d'Alstom s'est tenue le 18 novembre 2003, la société ainsi que certains dirigeants en poste et anciens font l'objet d'une « *class action* » aux Etats-Unis.

delà de l'année 2001. Enfin, précisons que 33,9 % des sociétés étudiées (sociétés retirées de la cote) ont choisi de se débarrasser de leurs actionnaires gênants en renonçant à se financer sur le marché financier.

**Tableau 1 : Le profil des entreprises visées cotées**

| Année         | Nombre d'entreprises ciblées | Nombre d'entreprises visées |                  |                      |                      |                       |                     |
|---------------|------------------------------|-----------------------------|------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|---------------------|
|               |                              | pour <i>proxy</i>           | pour performance | Activisme judiciaire | Activisme associatif | Succès de l'activisme | Retirées de la cote |
| 1989          | 2                            | 1                           | 1                | 2                    | 1                    | 0                     | 1                   |
| 1990          | 0                            | 0                           | 0                | 0                    | 0                    | 0                     | 1                   |
| 1991          | 3                            | 2                           | 1                | 2                    | 0                    | 2                     | 0                   |
| 1992          | 9                            | 3                           | 6                | 5                    | 3                    | 3                     | 3                   |
| 1993          | 4                            | 0                           | 4                | 3                    | 2                    | 3                     | 1                   |
| 1994          | 11                           | 2                           | 9                | 8                    | 7                    | 7                     | 5                   |
| 1995          | 12                           | 3                           | 9                | 5                    | 4                    | 4                     | 2                   |
| 1996          | 3                            | 2                           | 1                | 1                    | 1                    | 2                     | 1                   |
| 1997          | 3                            | 1                           | 2                | 3                    | 1                    | 2                     | 2                   |
| 1998          | 5                            | 1                           | 4                | 1                    | 2                    | 2                     | 3                   |
| 1999          | 2                            | 2                           | 0                | 1                    | 1                    | 0                     | 0                   |
| 2000          | 5                            | 4                           | 1                | 2                    | 3                    | 3                     | 1                   |
| <b>Nombre</b> | <b>59</b>                    | <b>21</b>                   | <b>38</b>        | <b>33</b>            | <b>25</b>            | <b>28</b>             | <b>20</b>           |
| <b>En %</b>   |                              | <b>35,6 %</b>               | <b>64,4 %</b>    | <b>55,9 %</b>        | <b>42,4 %</b>        | <b>47,5 %</b>         | <b>33,9 %</b>       |

## 2. 2. Les variables retenues et la méthodologie

Le test des hypothèses nécessite la définition des variables (*cf.* tableau 2) caractérisant les différentes politiques de gestion d'un actionnariat actif. Les données relatives aux mesures anti-OPA proviennent des avis et décisions de la Bourse de Paris. A partir de l'Annuaire Desfossés, nous avons pu identifier la révocation du ou des dirigeants. Concernant plus particulièrement les données relatives à la nature juridique de l'organe de contrôle (conseil d'administration ou organe dual à directoire et conseil d'administration) et à la présence de comités spécialisés, elles proviennent des rapports annuels. La même source a été utilisée pour mesurer la présence de services de relations investisseurs. S'agissant des données relatives aux structures de l'actionnariat, nous avons utilisé la base de données DAFSA. Enfin, les données relatives au nombre de communiqués de presse et d'entretiens donnés par la direction à la presse financière ont été trouvées à partir d'une revue de la presse financière

dans *Les Echos* et *La Tribune*. Chaque variable a été calculée au 31 décembre sur 3 années consécutives, de -1 à +1, 0 étant l'année de première annonce publique d'un conflit d'intérêts avec un ou plusieurs actionnaires mécontents dans la presse financière *Les Echos* ou *La Tribune*.

Deux séries de tests ont été réalisées sur les variables. Dans la première série, on cherche à déterminer pour chacune des trois années du processus de contestation, dans quelle mesure les firmes visées ont des caractéristiques différentes de celles appartenant à un échantillon de sociétés n'ayant jamais subi la fronde d'actionnaires minoritaires. Pour constituer ce dernier échantillon<sup>7</sup>, nous avons retenu une méthodologie de pairage fondée sur les critères suivants :

- chacune de ces sociétés doit être cotée sur le règlement mensuel, le marché au comptant ou bien le second marché ;
- déjà cotées en 1989, elles ne doivent pas avoir fait l'objet d'aucune manifestation de mécontentement de la part d'un actionnaire au cours des dix années étudiées ;
- à chaque société visée, nous avons associé une société, qui appartient au même secteur, identifiée par son code NAF.

Ensuite, afin d'apprécier leur évolution au cours du temps, une seconde série de tests a été réalisée sur les variations des indicateurs (*cf.* tableau 2) dans le but de mesurer les changements de comportement du groupe contrôlant. Ces variations ont été calculées sur les différentes fenêtres autour de la date d'annonce publique de l'activisme actionnarial (année 0). Ainsi, pour mesurer la stratégie proactive de la coalition de contrôle, nous avons retenu la fenêtre (-1, 0) et la fenêtre (0, +1) pour apprécier sa réaction réactive. Le degré de signification statistique des écarts, pour chaque indicateur, entre les entreprises visées et celles de l'échantillon de pairage, est déterminé à l'aide de tests non paramétriques de Mann-Whitney.

---

<sup>7</sup> Etant donné que les sociétés de pairage sont cotées sur toute la période étudiée et que certaines des sociétés visées par des actionnaires dissidents ont été retirées de la cote sur la même période, un biais de survie existe.

**Tableau 2 : Le descriptif des variables et de leur variation**

Le symbole  $\Delta$  a été rajouté à chaque variation des variables.

| Symbole                                                 |                 | Définition des variables                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|---------------------------------------------------------|-----------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Mise en place de comités alternatifs de contrôle</b> |                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| <i>Politique d'amélioration du contrôle externe</i>     |                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| <b>H1</b>                                               | ROTDG           | Fréquence de révocation du ou des dirigeants par an                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|                                                         | $\Delta$ ROTDG  | Variable binaire indiquant la révocation du ou des dirigeants entre deux années                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| <i>Politique d'amélioration du contrôle interne</i>     |                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| <b>H2</b>                                               | CS/D            | Variable binaire indiquant si la nature juridique de l'organe de contrôle est duale avec directoire et conseil de surveillance                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|                                                         | $\Delta$ CS/D   | Variable binaire indiquant la transformation de la nature juridique de l'organe de contrôle en organe dual avec directoire et conseil de surveillance entre deux années                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| <b>H3</b>                                               | COMITE          | Nombre de comités spécialisés parmi : les comités de rémunération ; de <i>stocks options</i> ; d'actionnaires ; d'audit ; des comptes ; d'éthique.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|                                                         | $\Delta$ COMITE | Variable binaire mesurant l'adoption d'au moins un comité spécialisé entre deux années                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| <b>H4</b>                                               | ACCLT           | Variable binaire mesurant la mise en place d'au moins un des services de relations actionnaires : sites internet ; minitel ; numéro vert ; service de communication financière ; service actionnaires individuels et analystes financiers ; clubs d'actionnaires ; lettres aux actionnaires ; visites guidées ou réunions informelles.                                                                                                                            |
|                                                         | $\Delta$ ACCLT  | Variable binaire mesurant la mise en place d'au moins un des services de relations actionnaires pendant une période                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| <b>Renforcement de la stratégie de neutralisation</b>   |                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| <i>Politique de neutralisation du contrôle externe</i>  |                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| <b>H5</b>                                               | ANTI            | Variable binaire indiquant l'utilisation unique ou combinée de mesures anti-OPA                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|                                                         | $\Delta$ ANTI   | Variable binaire indiquant l'adoption d'au moins une nouvelle mesure anti-OPA entre deux années                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| <b>H6</b>                                               | CONT            | Pourcentage de capital détenu par la coalition de contrôle.<br>Son taux de participation a été déterminé en tenant compte du montant du capital détenu lorsqu'il existe par : les actionnaires familiaux ; les dirigeants-actionnaires ; les actionnaires fondateurs ; le groupe familial ; les actionnaires-concertistes (actions détenues en concert) ; les actions détenues en autocontrôle et le premier actionnaire (actionnaire majoritaire de la société). |
|                                                         | $\Delta$ CONT   | Variation du pourcentage de capital détenu par la coalition de contrôle.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| <b>H7</b>                                               | INTERV          | Nombre d'interviews donnés à la presse financière par un des membres du conseil d'administration chaque année                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|                                                         | $\Delta$ INTERV | Variation du nombre d'interviews donnés à la presse financière par un des membres du conseil d'administration entre deux années                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| <b>H8</b>                                               | PRESSE          | Nombre de communiqués de presse par an                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|                                                         | $\Delta$ PRESSE | Variation du nombre de communiqués de presse pendant une période                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| <i>Politique de neutralisation du contrôle interne</i>  |                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| <b>H9</b>                                               | ACINSE          | Pourcentage de capital détenu par les actionnaires institutionnels étrangers                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
|                                                         | $\Delta$ ACINSE | Variation du pourcentage de capital détenu par les actionnaires institutionnels étrangers pendant une période                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| <b>H10</b>                                              | ACINSF          | Pourcentage de capital détenu par les actionnaires institutionnels français et financiers                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|                                                         | $\Delta$ ACINSF | Variation du pourcentage de capital détenu par les actionnaires institutionnels français et financiers pendant une période                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| <b>H11</b>                                              | ACSAL           | Pourcentage de capital détenu par les actionnaires salariés                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|                                                         | $\Delta$ ACSAL  | Variation du pourcentage de capital détenu par les actionnaires salariés pendant une période                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |

### **3. Les résultats**

A partir de l'échantillon total, nous présenterons une première série de résultats sur les données statistiques pour chaque année étudiée (*cf.* tableau 3). Dans une deuxième série, nous avons mesuré les variations de variables étudiées au cours du processus de contestation (*cf.* tableau 4). Enfin, dans une dernière série de tests, nous avons découpé notre échantillon total en sous-échantillons afin de tenir compte du type de sociétés visées (*cf.* tableau 5) et de la nature de la contestation (*cf.* tableau 6).

#### **3. 1. L'impact de l'activisme actionnarial sur l'échantillon total**

Tout au long du processus de contestation, nous constatons que les entreprises visées par des actionnaires minoritaires utilisent davantage de mesures de protection contre les prises de contrôle que les sociétés n'ayant jamais subi leur fronde (*cf.* tableau 4). De plus, les sociétés cibles des revendications des actionnaires minoritaires communiquent plus fréquemment dans la presse financière que les autres entreprises. L'année de la publication de leur rébellion, le nombre de communiqués de presse est plus élevé dans les sociétés sujettes. L'année suivante, les interviews donnés à la presse financière par l'un des membres du conseil d'administration sont plus nombreux dans ces mêmes sociétés. Ces résultats significatifs laissent supposer que la coalition de contrôle des sociétés concernées par l'activisme actionnarial cherche à neutraliser davantage le contrôle externe exercé à la fois par les médias et par le marché financier que les autres sociétés. En revanche, cette stratégie de neutralisation des mécanismes de retrait des actionnaires minoritaires ne semble pas s'accompagner d'une paralysie des mécanismes internes. Au contraire, on remarque que les entreprises sujettes ont davantage de mécanismes alternatifs de contrôle interne. Cette différence devient significative pendant le processus de mécontentement et un an après son lancement. Néanmoins, au cours de ces deux dernières périodes, il est curieux de constater que le pourcentage de capital détenu par les



actionnaires institutionnels français et financiers est moins important dans les entreprises visées. Cela signifie-t-il que ces actionnaires passifs retirent davantage leur participation financière de ces sociétés ?

**Tableau 3 : La distribution des variables observées par année**

Pour chaque variable, figurent la moyenne et la statistique Z du test de Mann-Whitney entre parenthèse.

|        | ANNEE - 1                            |                     | ANNEE 0                            |                     | ANNEE + 1                            |                     |
|--------|--------------------------------------|---------------------|------------------------------------|---------------------|--------------------------------------|---------------------|
| CODE   | Sociétés visées                      | Sociétés de pairage | Sociétés visées                    | Sociétés de pairage | Sociétés visées                      | Sociétés de pairage |
| ROTDG  | 0,02<br>(- 0,957)                    | 0,00                | 0,07<br>(-1,267)                   | 0,02                | 0,10<br>(-0,901)                     | 0,06                |
| CS/D   | 0<br>(- 1,045)                       | 0,02                | 0,02<br>(- 0,957)                  | 0                   | 0<br>(- 1,045)                       | 0,02                |
| COMITE | 0,27<br>(- 1,000)                    | 0,11                | <b>0,53</b><br><b>(- 1,717) *</b>  | 0,24                | <b>0,61</b><br><b>(- 1,939) *</b>    | 0,31                |
| ACCLT  | 0,02<br>(- 0,957)                    | 0                   | 0,034<br>(- 0,506)                 | 0,02                | 0<br>(- 1,045)                       | 0,02                |
| ANTI   | <b>0,37</b><br><b>(- 1,736) *</b>    | 0,22                | <b>0,51</b><br><b>(- 2,362) **</b> | 0,28                | <b>0,59</b><br><b>(- 2,160) **</b>   | 0,39                |
| CONT   | <b>40,02 %</b><br><b>(- 1,644) *</b> | 46,42 %             | 48,68 %<br>(- 0,345)               | 46,73 %             | 50,44 %<br>(- 0,491)                 | 46,92 %             |
| INTERV | 0,25<br>(-0,640)                     | 0,07                | 0,36<br>(-0,968)                   | 0,20                | <b>0,49</b><br><b>(-2,192)**</b>     | 0,19                |
| PRESSE | 14,08<br>(-0,545)                    | 7,44                | <b>21,98</b><br><b>(-1,949)*</b>   | 10,30               | 19,90<br>(-0,194)                    | 12,72               |
| ACINSE | 2,19 %<br>(- 0,046)                  | 2,22 %              | 1,72 %<br>(- 0,361)                | 1,92 %              | 1,58 %<br>(- 0,016)                  | 1,99 %              |
| ACINSF | 11,94 %<br>(- 0,222)                 | 14,76 %             | <b>8,38 %</b><br><b>(- 1,740)*</b> | 13,73 %             | <b>6,97 %</b><br><b>(- 2,417) **</b> | 12,58 %             |
| ACSAL  | 0,61 %<br>(- 0,831)                  | 0,43 %              | 0,38 %<br>(- 0,186)                | 0,37 %              | 0,38 %<br>(- 0,418)                  | 0,32 %              |

\* significatif au seuil de 10 % ; \*\* significatif au seuil de 5 % ; \*\*\* significatif au seuil de 1 %

En effet, mesurant les variations intervenues sur ces variables (*cf.* tableau 4), on constate une diminution plus importante du pourcentage de capital détenu par les investisseurs institutionnels français et financiers dans les sociétés visées par une minorité dissidente que dans les autres sociétés. Ce résultat va *a priori* contre notre hypothèse H10 qui place l'évolution de cette catégorie d'actionnaires passifs au rang de politique de neutralisation du contrôle exercé par les actionnaires. Conformément, aux résultats de Wahal (1996), les actionnaires institutionnels et financiers « inactifs » réduisent leur participation financière dans les sociétés sujettes à un activisme actionnarial. Seuls les actionnaires contestataires ou

ayant la réputation d’être des actionnaires « actifs » tels que les fonds de pension américains ne diminuent pas immédiatement leur participation, même en cas d’échec du processus de contestation. Du fait de leurs ressources, de leurs capacités et de leurs compétences en matière d’expertise financière et juridique, les fonds de pension américains mènent un programme d’investissement combiné à une politique d’influence. Selon l’étude menée par Del Guercio et Hawkins (1999), ces actionnaires institutionnels se retirent de ces sociétés une fois que les activités de négociation et de sollicitation de votes ont échoué. En revanche, les autres actionnaires financiers, plus prudents et détenteurs d’un avantage informationnel, se retirent lorsque les premiers signes d’un trouble apparaissent (Parrino et *al.*, 2003).

**Tableau 4 : La distribution des variations des variables sur la fenêtre (-1 ; +1)**

| CODE           | LIBELLE             | N  | RANG<br>MOYEN | U      | STAT.Z         | significativité | MOYENNE    |
|----------------|---------------------|----|---------------|--------|----------------|-----------------|------------|
| <b>ΔROTDG</b>  | Sociétés de pairage | 54 | 55,19         | 1495   | -1,056         | 0,291           | 0,07       |
|                | Sociétés visées     | 59 | 58,66         |        |                |                 | 0,14       |
| <b>ΔCS/D</b>   | Sociétés de pairage | 54 | 57,59         | 1561   | - 0,660        | 0,509           | 0,07       |
|                | Sociétés visées     | 59 | 56,46         |        |                |                 | 0,03       |
| <b>ΔCOMITE</b> | Sociétés de pairage | 54 | 54,28         | 1446   | - 1, 333       | 0,183           | 0,11       |
|                | Sociétés visées     | 59 | 59,49         |        |                |                 | 0,20       |
| <b>ΔACCLT</b>  | Sociétés de pairage | 54 | 56,59         | 1571   | - 0,355        | 0,723           | 0,04       |
|                | Sociétés visées     | 59 | 57,37         |        |                |                 | 0,05       |
| <b>ΔANTI</b>   | Sociétés de pairage | 54 | 53,60         | 1267,5 | - 1,328        | 0,184           | 0,24       |
|                | Sociétés visées     | 59 | 60,11         |        |                |                 | 0,36       |
| <b>ΔCONT</b>   | Sociétés de pairage | 54 | 52,10         | 1328,5 | - 1,522        | 0,128           | 0,5026 %   |
|                | Sociétés visées     | 59 | 61,48         |        |                |                 | 10,4090 %  |
| <b>ΔINTERV</b> | Sociétés de pairage | 54 | 53,91         | 1426   | - 1,322        | 0,186           | 0,744      |
|                | Sociétés visées     | 59 | 59,83         |        |                |                 | 1,304      |
| <b>ΔPRESSE</b> | Sociétés de pairage | 54 | 58,11         | 1533   | -0,403         | 0,687           | 5,28       |
|                | Sociétés visées     | 59 | 55,98         |        |                |                 | 5,81       |
| <b>ΔACINSE</b> | Sociétés de pairage | 54 | 57,20         | 1582   | - 0,080        | 0,936           | - 0,2285 % |
|                | Sociétés visées     | 59 | 56,81         |        |                |                 | - 0,6144 % |
| <b>ΔACINSF</b> | Sociétés de pairage | 54 | 63,12         | 1262,5 | <b>- 1,920</b> | <b>0,055*</b>   | - 2,1857 % |
|                | Sociétés visées     | 59 | 51,40         |        |                |                 | - 4,6342 % |
| <b>ΔACSAL</b>  | Sociétés de pairage | 54 | 57,58         | 1561,5 | - 0,246        | 0,806           | - 0,1048 % |
|                | Sociétés visées     | 59 | 56,47         |        |                |                 | - 0,028 %  |

\* significatif au seuil de 10 % ; \*\* significatif au seuil de 5 % ; \*\*\* significatif au seuil de 1 %

Néanmoins, ces premiers résultats, en désaccord avec l’ensemble de nos hypothèses, ne nous donnent, d’une part, aucune indication sur le temps de réaction de la coalition de contrôle face à l’existence d’un risque de contestation d’origine actionnariale et, d’autre part,

aucune précision sur la stratégie employée en fonction du motif de mécontentement et de la forme de la contestation.

### **3. 2. L'impact de l'activisme actionnarial sur des sous-groupes**

Reprenant notamment la typologie de Wahal (1996) et tenant compte de l'importance exercée par certaines activités d'influence, nous avons travaillé sur plusieurs échantillons présentés au cours de la partie descriptive. A partir de ce découpage, est-il possible d'identifier des politiques de gestion de l'actionnariat selon le type de sociétés visées et la forme de l'activisme actionnarial ?

Avant la médiatisation du conflit, on constate qu'au sein des sociétés visées pour performance (*cf.* tableau 5), la coalition de contrôle intensifie sa stratégie de fidélisation de son actionnariat. Les cibles d'un activisme actionnarial adoptent davantage de comités spécialisés que les autres sociétés n'ayant jamais subi leur fronde (résultat en accord avec l'hypothèse H3). Cette stratégie proactive d'amélioration des mécanismes de contrôle se poursuit l'année suivante. On remarque notamment une amélioration du mécanisme disciplinaire du dirigeant. En effet, la révocation des dirigeants est plus fréquente dans les sociétés visées que dans les autres sociétés (résultat en accord avec l'hypothèse H1). Conformément aux travaux américains (Mulherin et Poulsen, 1998), ce résultat montre que les dirigeants sont davantage sanctionnés dans les entreprises critiquées pour leurs performances financières médiocres que dans les autres entreprises.

De surcroît, suite à cette stratégie proactive d'amélioration des mécanismes de gouvernance, la coalition de contrôle des sociétés visées pour performance inverse leur politique en l'orientant davantage vers la neutralisation de certains mécanismes de contrôle. Dans ces sociétés, d'une part, le groupe contrôlant adopte plus fréquemment des mesures anti-OPA (résultat en accord avec l'hypothèse H5) et, d'autre part, il restreint sa politique de

communication dans la presse financière (résultat en désaccord avec l'hypothèse H8). L'actionnariat évolue également. Suite à l'annonce publique de l'activisme actionnarial, on observe une variation plus élevée du capital détenu par les actionnaires salariés dans les sociétés visées pour performance que dans les autres sociétés. Ce résultat, en accord avec l'hypothèse H9, laisse apparaître une mise en place d'une politique de fidélisation des actionnaires affiliés. De plus, on remarque une variation moins élevée de la participation financière détenue par les actionnaires institutionnels étrangers (en accord avec l'hypothèse H11). Cette évolution témoigne, soit du désintérêt de ces sociétés par ces investisseurs lors de la sélection des titres financiers entrant dans la composition de leur portefeuille, soit d'un retrait élevé de ces investisseurs présents dans le capital des sociétés visées pour performance. Nofsinger et Sias (1999) mettent en évidence que ces actionnaires préfèrent céder leur participation financière dans les sociétés à rentabilité financière faible. En effet, détenant souvent un pourcentage proche de la détermination du bloc de contrôle, ces derniers ont la possibilité d'exercer une pression sur la coalition de contrôle en vendant leurs titres financiers. Cette pression est d'autant plus accrue que la société est opérable. Toutefois, notons que cette politique de retrait est fonction de leur politique d'activisme. Wahal (1996) précise que cette stratégie est mise en place lors de la dernière étape du processus de contestation. Débutant par un ensemble d'activités informelles, les fonds de pension américains poursuivent leur activisme par un ensemble d'activités de sollicitation de votes. Ainsi, en cas d'échec de leurs activités de négociation, ces derniers mènent une bataille de procurations avant de choisir la voie contentieuse et/ou leur retrait de la société visée. Or, nos résultats montrent une variation moins élevée du capital détenu par ces investisseurs dans tous nos groupes d'entreprises visées, à l'exception des sociétés visées pour *proxy*. Ainsi, conformément à leur politique d'activisme, les actionnaires institutionnels étrangers renoncent à investir ou retirent leur participation financière dans les sociétés pour lesquelles un certain degré d'influence a été franchi.

De même, la participation financière des actionnaires institutionnels français et financiers varie de manière significative dans certaines sociétés. Ainsi, au cours de l'année précédant le début officiel du processus de mécontentement, on constate que cette proportion est moins importante dans les sociétés visées pour *proxy* et dans les sociétés visées par des associations d'investisseurs et d'actionnaires que dans les autres sociétés de pairage (*cf.* tableau 6). Ce résultat qui va *a priori* dans le sens contraire de notre hypothèse H10 ne place pas ces actionnaires au rang de mécanisme de défense contre des actionnaires rebelles. Au contraire, en tant que détenteurs d'une information privée, il semble que ces derniers anticipent l'annonce de mauvaises nouvelles les incitant de ce fait à céder leur participation financière.

En revanche, on remarque que cette politique d'investissement n'est pas suivie dans toutes les sociétés. Notamment, ce manque de significativité traduit-il un soutien abusif de la part des actionnaires financiers dans des sociétés connaissant des difficultés financières importantes ?

Enfin, remarquons que, quelque soit la forme de l'activisme actionnarial, aucune de nos hypothèses concernant la mise en place de mécanismes alternatifs de contrôle n'est corroborée. Néanmoins, au cours de la période précédant le début officiel du processus de contestation, les sociétés sujettes à un activisme judiciaire se protègent davantage des prises de contrôle que les autres sociétés.

En outre, on constate une variation plus importante du nombre d'articles dans la presse financière dans les sociétés sujettes à un activisme associatif que dans les autres sociétés, avant l'activisme actionnarial. En accord avec l'hypothèse H8, ce dernier résultat montre que la coalition de contrôle mène une stratégie proactive de neutralisation d'un des mécanismes de contrôle, celui des médias. Cependant, cette tendance s'inverse pendant l'activisme associatif.

**Tableau 5 : La distribution des changements observés avant et pendant l’activisme actionnarial en fonction du type de sociétés visées**

Pour chaque variable, figurent la moyenne et la statistique Z du test de Mann-Whitney entre parenthèse.

| CODE    | <i>Dans les sociétés visées pour performance</i> |                                  |                                         |                                  | <i>Dans les sociétés visées pour proxy</i> |                                  |                                         |                                  |
|---------|--------------------------------------------------|----------------------------------|-----------------------------------------|----------------------------------|--------------------------------------------|----------------------------------|-----------------------------------------|----------------------------------|
|         | Avant l’activisme<br>Fenêtre (-1 ; 0)            |                                  | Pendant l’activisme<br>Fenêtre (0 ; +1) |                                  | Avant l’activisme<br>Fenêtre (-1 ; 0)      |                                  | Pendant l’activisme<br>Fenêtre (0 ; +1) |                                  |
|         | Sociétés visées<br>N = 38                        | Sociétés de<br>pairage<br>N = 36 | Sociétés visées<br>N = 38               | Sociétés de<br>pairage<br>N = 36 | Sociétés visées<br>N = 21                  | Sociétés de<br>pairage<br>N = 20 | Sociétés visées<br>N = 21               | Sociétés de<br>pairage<br>N = 20 |
| ROTDG   | 0,00<br>(0,000)                                  | 0,00                             | <b>0,08</b><br><b>(- 1,709)*</b>        | 0,00                             | 0,00<br>(0,000)                            | 0,00                             | 0,05<br>(- 0,976)                       | 0,00                             |
| ΔCS/D   | 0,03<br>(- 0,039)                                | 0,03                             | 0,00<br>(0,000)                         | 0,00                             | 0,00<br>(0,000)                            | 0,00                             | 0,00<br>(- 1,025)                       | 0,05                             |
| ΔCOMITE | <b>0,13</b><br><b>(- 1,987) **</b>               | 0,00                             | 0,18<br>(- 0,447)                       | 0,06                             | 0,24<br>(- 0,415)                          | 0,35                             | 0,33<br>(- 0,505)                       | 0,10                             |
| ΔACCLT  | 0,00<br>(0,000)                                  | 0,00                             | 0,05<br>(- 0,538)                       | 0,03                             | 0,00<br>(0,000)                            | 0,00                             | 0,10<br>(- 1,398)                       | 0,00                             |
| ΔANTI   | 0,47<br>(-1,070)                                 | 0,33                             | <b>0,34</b><br><b>(- 1,715)*</b>        | 0,17                             | <b>0,57</b><br><b>(- 2,766)***</b>         | 0,15                             | 0,33<br>(- 0,111)                       | 0,35                             |
| ΔCONT   | 11,51 %<br>(- 1,152)                             | - 1,28 %                         | 4,53 %<br>(- 0,105)                     | - 0,40 %                         | 3,48 %<br>(- 0,026)                        | 3,48 %                           | - 3,26 %<br>(- 0,674)                   | 1,56 %                           |
| ΔINTERV | 0,05<br>(-0,394)                                 | 0,00                             | 0,29<br>(- 1,493)                       | 0,00                             | 0,19<br>(- 0,065)                          | 0,35                             | - 0,10<br>(- 0,097)                     | - 0,05                           |
| ΔPRESSE | 6,58<br>(-1,361)                                 | 2,94                             | <b>-0,55</b><br><b>(- 2,039)**</b>      | 1,92                             | 11,38<br>(- 0,176)                         | 2,45                             | - 5,29<br>(- 1,454)                     | 3,15                             |
| ΔACINSE | 0,27 %<br>(- 0,235)                              | - 0,31 %                         | <b>- 0,13 %</b><br><b>(- 2,057) **</b>  | 0,45 %                           | - 1,79 %<br>(- 0,201)                      | - 0,75 %                         | - 0,18 %<br>(- 0,342)                   | - 0,63 %                         |
| ΔACINSF | - 2,66 %<br>(- 0,817)                            | - 1,17 %                         | - 1,03 %<br>(- 0,417)                   | - 1,26 %                         | <b>- 4,23 %</b><br><b>(- 1,953) *</b>      | - 0,71 %                         | - 2,11 %<br>(- 0,504)                   | - 0,88 %                         |
| ΔACSAL  | - 0,22 %<br>(- 0,933)                            | - 0,69 %                         | <b>0,001 %</b><br><b>(- 2,028) **</b>   | - 0,49 %                         | - 0,24 %<br>(- 1,071)                      | - 0,04 %                         | 0,55 %<br>(- 1,111)                     | - 0,03 %                         |

\* significatif au seuil de 10 % ; \*\* significatif au seuil de 5 % ; \*\*\* significatif au seuil de 1%

**Tableau 6 : La distribution des changements observés avant et pendant l’activisme actionnarial  
en fonction de la forme de la contestation**

Pour chaque variable, figurent la moyenne et la statistique Z du test de Mann-Whitney entre parenthèse.

| CODE    | <i>Dans les sociétés sujettes à un activisme associatif</i> |                        |                                        |                        | <i>Dans les sociétés sujettes à un activisme judiciaire</i> |                        |                                       |                        |
|---------|-------------------------------------------------------------|------------------------|----------------------------------------|------------------------|-------------------------------------------------------------|------------------------|---------------------------------------|------------------------|
|         | Avant l’activisme                                           |                        | Pendant l’activisme                    |                        | Avant l’activisme                                           |                        | Pendant l’activisme                   |                        |
|         | Fenêtre (-1 ; 0)                                            |                        | Fenêtre (0 ; +1)                       |                        | Fenêtre (-1 ; 0)                                            |                        | Fenêtre (0 ; +1)                      |                        |
|         | Sociétés visées                                             | Sociétés de<br>pairage | Sociétés visées                        | Sociétés de<br>pairage | Sociétés visées                                             | Sociétés de<br>pairage | Sociétés visées                       | Sociétés de<br>pairage |
|         | N = 25                                                      | N = 25                 | N = 25                                 | N = 25                 | N = 33                                                      | N = 30                 | N = 21                                | N = 30                 |
| ROTDG   | 0,00<br>(0,000)                                             | 0,00                   | 0,00<br>(0,000)                        | 0,00                   | 0,00<br>(0,000)                                             | 0,00                   | 0,06<br>(- 1,359)                     | 0,00                   |
| ΔCS/D   | 0,04<br>(0,000)                                             | 0,04                   | 0,00<br>(- 1,000)                      | 0,04                   | 0,03<br>(- 0,953)                                           | 0,00                   | 0,00<br>(0,000)                       | 0,00                   |
| ΔCOMITE | 0,12<br>(- 0,354)                                           | 0,20                   | 0,32<br>(- 0,929)                      | 0,08                   | 0,09<br>(- 0,879)                                           | 0,07                   | 0,27<br>(- 0,811)                     | 0,07                   |
| ΔACCLT  | 0,04<br>(- 1,000)                                           | 0,00                   | 0,04<br>(0,000)                        | 0,04                   | 0,00<br>(0,000)                                             | 0,00                   | 0,06<br>(- 0,504)                     | 0,03                   |
| ΔANTI   | 0,48<br>(- 1,442)                                           | 0,28                   | 0,40<br>(- 1,200)                      | 0,24                   | <b>0,61</b><br><b>(- 2,241)**</b>                           | 0,30                   | 0,30<br>(- 1,259)                     | 0,17                   |
| ΔCONT   | 10,20 %<br>(- 1,116)                                        | - 1,74 %               | 2,47 %<br>(- 0,030)                    | 1,11 %                 | 5,48 %<br>(- 1,290)                                         | - 2 %                  | 2,14 %<br>(- 0,164)                   | 0,47 %                 |
| ΔINTERV | 0,36<br>(- 0,449)                                           | 0,24                   | 0,12<br>(- 0,091)                      | - 0,16                 | 0,18<br>(- 0,523)                                           | 0,17                   | 0,06<br>(- 0,212)                     | - 0,03                 |
| ΔPRESSE | <b>14,76</b><br><b>(- 1,697)*</b>                           | 4,80                   | <b>- 3,40</b><br><b>(- 1,714)*</b>     | 0,80                   | 7,29<br>(- 1,213)                                           | 3,23                   | 0,67<br>(- 1,128)                     | 1,70                   |
| ΔACINSE | <b>- 1,26 %</b><br><b>(- 1,709) *</b>                       | 0,24 %                 | <b>- 0,47 %</b><br><b>(- 2,052) **</b> | - 0,52 %               | 0,57 %<br>(- 1,191)                                         | - 0,58 %               | <b>- 0,74 %</b><br><b>(- 1,787) *</b> | 0,19 %                 |
| ΔACINSF | <b>- 3,17 %</b><br><b>(- 2,416) **</b>                      | - 0,51 %               | - 2,23<br>(- 1,480)                    | - 0,05 %               | - 2,74 %<br>(- 0,437)                                       | - 1,21 %               | - 2,05 %<br>(- 0,909)                 | - 1,37 %               |
| ΔACSAL  | - 0,12 %<br>(- 0,912)                                       | - 0,11 %               | 0,16<br>(- 1,028)                      | - 0,07 %               | - 0,07 %<br>(- 0,498)                                       | - 0,09 %               | 0,16 %<br>(-1,097)                    | - 0,04 %               |

\* significatif au seuil de 10 % ; \*\* significatif au seuil de 5 % ; \*\*\* significatif au seuil de 1%

En effet, les sociétés non visées communiquent davantage que les sociétés visées par une association. Ce dernier résultat est surprenant, car certaines associations telles que l'Adam (Association Des Actionnaires Minoritaires) mènent une activité médiatique dense pendant l'activisme actionnarial afin d'exercer une pression sur la direction et de solliciter le vote des actionnaires restés passifs.

Ces résultats sont importants (*cf.* tableau 7), car ils confirment que la politique d'activisme des actionnaires institutionnels français et étrangers et la stratégie de gestion de l'actionnariat actif des sociétés concernées par l'activisme actionnarial varie en fonction du motif de contestation et de la nature des activités d'influence exercées par une minorité dissidente.

**Tableau 7 : Une synthèse des résultats des effets de l'activisme actionnarial**

| <b>Sociétés visées pour performance</b>                     | <b>Sociétés visées pour proxy</b>                                                                | <b>Sociétés sujettes à un activisme associatif</b>                                              | <b>Sociétés sujettes à un activisme judiciaire</b>                                  |
|-------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| <i>Stratégie proactive</i>                                  | <i>Stratégie proactive</i>                                                                       | <i>Stratégie proactive</i>                                                                      | <i>Stratégie proactive</i>                                                          |
| Adoption de comités spécialisés                             | Adoption de mesures anti-OPA                                                                     | Intensification de la politique de communication médiatique                                     | Adoption de mesures anti-OPA                                                        |
|                                                             | Politique de désinvestissement menée par les actionnaires institutionnels français et financiers | Politique de désinvestissement menée par les actionnaires institutionnels français et étrangers |                                                                                     |
| <i>Stratégie réactive</i>                                   | <i>Stratégie réactive</i>                                                                        | <i>Stratégie réactive</i>                                                                       | <i>Stratégie réactive</i>                                                           |
| Amélioration du mécanisme disciplinaire des dirigeants      |                                                                                                  |                                                                                                 |                                                                                     |
| Adoption de mesures anti-OPA                                |                                                                                                  | Politique de désinvestissement menée par les actionnaires institutionnels étrangers             | Politique de désinvestissement menée par les actionnaires institutionnels étrangers |
| Intensification de la politique de communication médiatique |                                                                                                  | Réduction de la politique de communication médiatique                                           |                                                                                     |

## Conclusion

Depuis une dizaine d'années, l'activisme actionnarial s'est exprimé sous différentes formes. En France, ce processus long et complexe, qui combine les ressources, les capacités et



les compétences d'actionnaires minoritaires, plus ou moins actifs, se manifeste essentiellement lors d'opérations de restructuration. Plus récemment, les actionnaires minoritaires expriment leur mécontentement et le manque de lisibilité de la stratégie des sociétés françaises lors de la tenue des assemblées générales. Dans la majorité des cas, ces actionnaires mandatent des associations qui mettent en place un ensemble d'activités d'influence telles que les activités de négociation, de sollicitation de votes, de *lobbying*, les actions judiciaires et médiatiques. Longtemps analysé par les chercheurs *anglo-saxons* comme un mécanisme alternatif de contrôle ayant pour finalité d'améliorer la richesse des actionnaires, la non significativité des résultats des études d'événement laisse supposer que la visibilité de la cause actionnariale est voilée par des mesures entreprises par la coalition de contrôle au cours de l'activisme actionnarial.

Dès lors, nous interrogeant sur la capacité de cette coalition à entreprendre des aménagements organisationnels face à un risque actionnarial, nous avons déterminé un ensemble de résultats intéressants. A partir d'un échantillon de 59 sociétés cotées visées par des actionnaires minoritaires actifs de 1989 à 2000, une première série de tests non paramétriques identifie les effets de l'activisme actionnarial et la réaction de la direction.

D'une manière générale, les actionnaires institutionnels français et financiers retirent leur participation de ces sociétés. Au moyen de leur participation financière importante, ces actionnaires prudents disposent d'un avantage informationnel qui leur permet de vendre leurs titres financiers lorsqu'un risque actionnarial apparaît (Parrino et *al.*, 2003). Précisons que cette tendance ne se vérifie pas pour les sociétés qui présentent des performances insatisfaisantes et pour celles sujettes à des batailles judiciaires. Compte tenu, non seulement, de leur rôle important dans le financement de certains projets tels que ceux d'Eurotunnel et d'Euro Disney, mais aussi, de la situation financière de ces entreprises, ces actionnaires peuvent choisir la passivité. La crainte d'une perte de réputation et la présence d'engagements

financiers conséquents les incitent notamment à rester dans ce type d'entreprises par l'exercice d'une pression permanente.

Une seconde série de tests non paramétriques nous a permis d'identifier des stratégies différentes en fonction du type de sociétés visées et de la forme de l'activisme actionnarial. Dans les sociétés visées pour *proxy* et dans les sociétés sujettes à une bataille judiciaire, nous constatons que la coalition de contrôle mène une stratégie proactive de neutralisation du marché des prises de contrôle et du mécanisme de prise de parole des actionnaires.

En revanche, dans les sociétés ciblées pour performance, la coalition de contrôle gère son actionnariat actif de manière proactive et réactive. Avant l'annonce publique de l'existence d'une mésentente avec son actionnariat, ces sociétés adoptent davantage de comités spécialisés que d'autres sociétés. Toutefois, cette mesure ne suffit pas à réduire la visibilité d'un risque actionnarial. Dans une étude antérieure, Girard (2003) mesurait en effet une réaction négative du marché financier avant l'annonce publique d'un processus de contestation dans ce type de sociétés. Suite à cette prise de conscience de l'existence d'une opération financière lésant les intérêts des actionnaires minoritaires, la coalition de contrôle réagit de manière à se protéger contre toute tentative de prise de contrôle. Craignant une sanction du marché financier, le groupe contrôlant des sociétés visées pour performance, non seulement, amplifie sa politique de communication à l'égard de la presse financière, mais adopte également un nombre plus élevé de mesures anti-OPA que les autres sociétés. Cette appréhension d'une réduction de leur latitude managériale est d'autant plus justifiée que les actionnaires institutionnels étrangers dits actifs ont tendance à encourager le fonctionnement de ce mécanisme de contrôle en cédant leur participation financière. Conformément aux résultats des études empiriques américaines (Carleton et *al.*, 1998 ; Del Guercio et Hawkins, 1999) étudiant la politique d'activisme de ces investisseurs, les seules sociétés, dans lesquelles les actionnaires institutionnels maintiennent leur participation financière, sont les

sociétés visées pour *proxy*. Dans ce type de sociétés, il leur est en effet possible d'exercer des activités de négociation et de sollicitation de votes afin de tenter soit d'influer sur la valeur de leurs titres soit d'obtenir le contrôle partiel ou total de la société.

Enfin, il est surprenant de constater que les actionnaires institutionnels étrangers fuient les sociétés sujettes à un activisme associationnel et judiciaire. Or, au regard du rapport d'étape sur la gouvernance d'entreprise dévoilé par Pascal Clément qui prévoit la reconnaissance des procédures collectives de « *class action* », on peut se demander si ce comportement est amené à évoluer ?

De surcroît, il serait intéressant de compléter cette étude par une approche qualitative afin de déterminer, de manière combinée, les composantes et l'évolution des stratégies de gestion d'un actionnariat actif et des stratégies de persuasion d'une minorité dissidente des sociétés concernées par l'activisme actionnarial.

## **Bibliographie**

Black B. S., (1998), « Shareholder activism and corporate governance in the United States », *in The new Palgrave Dictionary of Economics and Law*, P. Newman éd., Stockton Press, p. 459-465.

Carleton W. T., J. M. Nelson et M. S. Weisbach, (1998), « The influence of institutions on corporate governance through private negotiations : evidence from TIAA-CREF », *The Journal of Finance*, vol. 53, n° 4, p. 1335-1362.

Charreaux G. (2002), « Le gouvernement des entreprises », *in* J. Allouche (Coord.), *Encyclopédie des ressources humaines*, Economica.

Charreaux G., (1997), « Vers une théorie du gouvernement des entreprises », *in Le Gouvernement des Entreprises*, G. Charreaux éd., Economica, p. 42-471.

Del Guercio D. et J. Hawkins, (1999), « The motivation and impact of pension fund activism », *Journal of Financial Economics*, vol. 52, p. 293-340.

Girard C., (2003), « La visibilité de la cause actionnariale », *Banque & Marchés*, janvier-février.

Girard C., (2001), *L'activisme des actionnaires minoritaires au sein du gouvernement des entreprises françaises*, Thèse de Doctorat, Université de Bourgogne.

Grundfest J. A., (1993), « Just vote no : a minimalist strategy of dealing with barbarians inside the gates », *Stanford Law Review*, vol. 45, p. 856-937.

Hancock G. D., (1992), « The call option implicit in proxy contested firms », *Review of Financial Economics*, vol. 1, n° 2, p. 53-67.

Lev B., (1992), « Financial disclosure strategy », *California Management Review*, vol. 34, n°4, p. 9-32.

Mercier S., (2001) « Institutionnaliser l'éthique dans les grandes entreprises françaises ? », *Revue Française de Gestion*, n° 136, nov-déc., p. 62-69.

Mulherin J. H. et A. B. Poulsen, (1998), « Proxy contests and corporate change : implications for shareholder wealth », *Journal of Financial Economics*, vol. 47, p. 279 -313.

Nofsinger J. R. et R. W. Sias, (1999), « Herding and feedback trading by institutional and individual investors », *Journal of Finance*, vol. 54, p. 2263 – 2295.

Parrino R., R. W. Sias, L. T. Starks, (2003), « Voting with their feet : institutional ownership changes around forced CEO turnover », *Journal of Financial Economics*, vol. 68, p. 3 – 46.

Simon H., A. Pohl et M. Claessens, (2002), « Pour un marketing investisseurs », *L'Expansion Management Review*, mars, p. 21 – 35.

Smith M. P., (1996), « Shareholder activism by institutional investors : Evidence from CalPERS », *The Journal of Finance*, n° 1, p. 227 - 252.

Strickland D., K. W. Wiles et M. Zenner, (1996), « A requiem for the USA : Is small shareholder monitoring effective », *Journal of Financial Economics*, vol. 40, p. 319 - 338.

Thiery-Dubuisson S., (2000), *Les comités d'audit : une analyse des déterminants de leur mise en place dans les sociétés cotées françaises*, Thèse de Doctorat, Université de Paris Dauphine.

Useem M. et C. Gager, (1996), « Employee shareholders and institutional investors ? When corporate managers replace their stakeholders », *Journal of Management Studies*, vol. 33, p. 613-632.

Van Nuys K., (1993), « Corporate governance through the proxy contest : evidence from the 89 Honeywell proxy solicitation », *Journal of Financial Economics*, vol. 34, n° 1, p. 101-132.

Wahal S., (1996), « Pension fund activism and firm performance », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 31, n° 1, p. 1-23.